



# 藥華藥

(6446.TW/6446 TT)

## 曲棍球棒式成長

### 增加持股 · 維持

收盤價 July 17 (NT\$)	645
12 個月目標價 (NT\$)	1,060
前次目標價 (NT\$)	448.0
調升 (%)	136.6
上漲空間 (%)	64.3

### 焦點內容

1. BESREMi 美國營收大幅躍升，2026 治療人數預估 5000 人。
2. BESREMi 以科學證據、NCCN 治療指南避免低價競爭。

### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	220.2 / 6,762
流通在外股數 (百萬股)：	341.4
外資持有股數 (百萬股)：	62.73
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.62
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	283.0 - 645

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	110.1	104.1	78.2
相對表現 (%)	92.5	65.6	41.1

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	(1.96)A	(0.98)A	(1.44)A	(0.53)A
2023	(2.44)A	(0.62)A	0.67A	0.36A
2024	1.00A	1.13F	1.77F	2.22F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 凱基投顧

陳宣甫  
886 2 2181 8724  
hsuan.chen@kgi.com

孫瑞隆  
886 2 2181 8745  
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

藥華藥 4 月 EPS 1.5 元賺贏 1Q24 EPS 1 元，主因為本業與匯兌業外大幅增加，4 月營收 6.67 億(YoY +97.8%)、5 月 7.9 億(YoY +89%)、6 月 8.48 億(YoY +66.6%)，創歷史新高，推估 BESREMi 的美國銷售轉折進入高速成長軌道，2024 美國使用人數將突破 2200 人，2026 年可望達 5000 人，另原發性血小板過多症(ET)臨床試驗進展順利，預計 2Q26 美國上市，2026 年營收預估突破 200 億大關。

### 評論及分析

**BESREMi 美國營收曲棍球棒式成長。**由 6 月營收推估美國目前已有將近 2000 名病患使用 BESREMi，增長迅速，推估 BESREMi 已度過 1-1.5 年最艱困的藥物銷售谷底期，隨滲透率進入轉折軌道後，使用 BESREMi 病人數呈曲棍球棒式增長。我們預估 2024 年底美國超過 2,200 名病患使用 BESREMi，2026 由於 ET 適應症上市，開藥醫師、醫學中心與 PV 病人重疊，不須額外花費營銷費用，又人數與 PV 病患相當，營收獲利皆將大幅成長，2026 整體使用 BESREMi 病患超過 5000 人，若以 2 線用藥 Jakafi 2.5 萬病人數推估，1 線用藥 BESREMi 潛在市場高達 5 萬人；若保守以過去 PV 患者使用 Pegsys(傳統干擾素)人數也有至少 1 萬人。

**BESREMi 以科學證據、NCCN 治療指南避免低價競爭。**藥華藥強調 BESREMi 一線用藥的價值，以及說服美國 KOL、醫學中心與保險公司在低中度 PV 患者時就必須使用 BESREMi 的效益(benefit)，避免與 HU、放血療法競爭，而是強調早期合併使用 BESREMi 對病人的好處，例如：(1) NCCN 治療指南將 BESREMi 列為「低風險」PV 病患唯一的「首選藥物」；(2)上市後實驗顯示早期使用 BESREMi 合併放血療法比傳統療法有症狀減輕、血球計數緩解、減少放血頻率等優點；(3) JAK2V617 基因突變量得以穩定控制或降低，科學證據搭配 MSL 增加醫學中心使用率與保險公司給付率。

### 投資建議

我們維持「增加持股」評等，以 2026 EPS 預估 38.9 元，折現率 10%，本益比 33 倍，目標價 1,060 元。

### 投資風險

銷售不如預期或 AOP 仲裁再起波瀾。

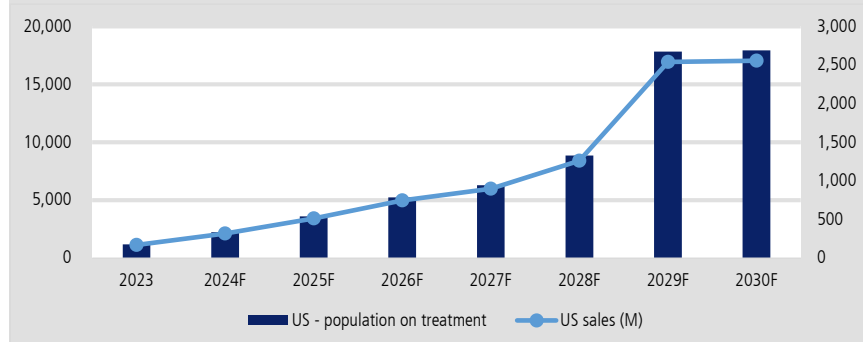
### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	657	2,882	5,106	9,610	14,133
營業毛利 (NT\$百萬)	278	2,070	4,495	8,613	12,844
營業利益 (NT\$百萬)	(2,822)	(2,028)	(1,913)	2,099	6,019
稅後淨利 (NT\$百萬)	(2,811)	(1,375)	(624)	2,075	4,953
每股盈餘 (NT\$)	(10.80)	(4.84)	(1.93)	6.13	14.53
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
每股盈餘成長率 (%)	34.4	(55.2)	(60.0)	0.0	136.9
本益比 (x)	N.A.	N.A.	N.A.	105.2	44.4
股價淨值比 (x)	42.0	16.1	9.2	8.4	7.1
EV/EBITDA (x)	N.A.	N.A.	N.A.	79.6	30.4
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益報酬率 (%)	(68.8)	(16.8)	(3.5)	8.3	17.4

資料來源：公司資料，凱基

**圖 1：BESREMi 治療人數與營收預估**

治療人數(左軸)；美國營收，百萬美元(右軸)



資料來源：凱基預估

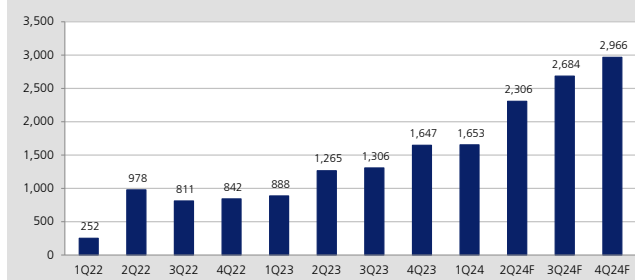
**圖 2: 公司概況**

藥華藥為台灣生技領導公司，其領先產品 Besremi 已經於 2019 年二月獲得 EMA 核准，並於 2021 11 月獲美 FDA 藥證 享 7 年銷售獨占權。Besremi 用於治療目前無有效治療方式的真性紅血球增生症(紅血球增多症)病患。約有 150,000~180,000 名紅血球增多症病患，潛在市場規模 25 億美元。除紅血球增多症外，藥華藥亦拓展適應證，未來並計畫將 PEG 平台技術搭配其他 Cytokine，開發免疫介導相關腫瘤疾病藥物。

資料來源：凱基

**圖 4: 季營業收入**

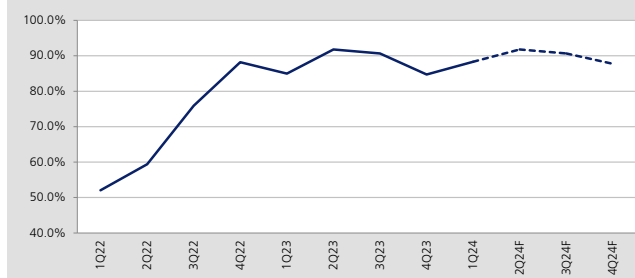
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 6: 毛利率**

毛利率，百分比



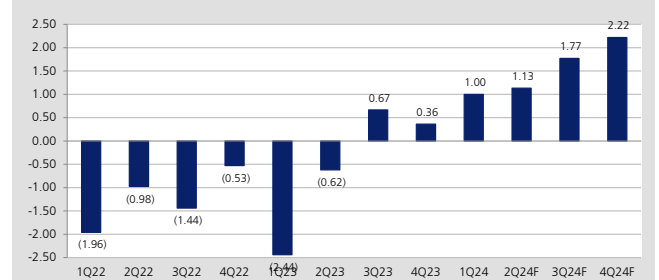
資料來源：凱基

**圖 3: Besremi (Ropeg)**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 5: 每股盈利**

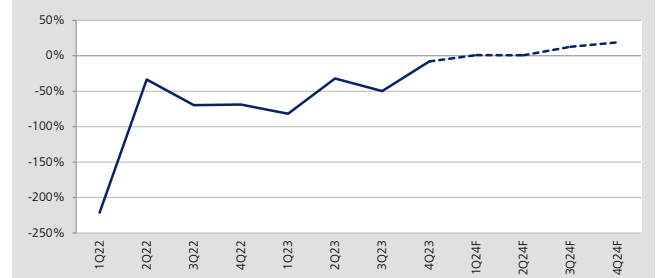
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 7: 營業利潤率**

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	888	1,265	1,306	1,647	1,653	2,306	2,684	2,966	5,106	9,610	14,133
營業成本	(133)	(104)	(122)	(252)	(193)	(190)	(250)	(364)	(611)	(997)	(1,289)
營業毛利	754	1,161	1,184	1,395	1,460	2,117	2,434	2,602	4,495	8,613	12,844
營業費用	(1,480)	(1,566)	(1,835)	(1,527)	(1,443)	(1,661)	(1,708)	(1,702)	(6,408)	(6,514)	(6,826)
營業利益	(725)	(405)	(651)	(132)	18	456	726	900	(1,913)	2,099	6,019
折舊	(44)	(46)	(49)	(91)	(77)	(83)	(83)	(89)	(229)	(333)	(410)
攤提	(7)	(10)	(10)	(12)	(12)	(12)	(12)	(13)	(40)	(50)	(50)
EBITDA	(674)	(349)	(592)	(30)	106	551	822	1,003	(1,645)	2,482	6,479
利息收入	23	130	218	213	220	50	50	50	585	370	200
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	0	1	9	10	1	-	-	-	21	1	-
總營業外收入	24	131	227	223	222	50	50	50	606	372	200
利息費用	(19)	(18)	(4)	(6)	(5)	(19)	(18)	(4)	(47)	(46)	(22)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(39)	88	619	(300)	100	(10)	(10)	(10)	367	70	(40)
總營業外費用	(58)	70	615	(306)	95	(29)	(28)	(14)	321	25	(62)
稅前純益	(760)	(203)	191	(215)	335	476	748	936	(987)	2,495	6,157
所得稅費用[利益]	24	0	8	331	(4)	(91)	(145)	(180)	363	(421)	(1,204)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(736)	(203)	199	116	330	385	603	756	(624)	2,075	4,953
非常項目	-	(0)	0	0	(0)	-	-	0	-	-	-
稅後淨利	(736)	(203)	199	116	330	385	603	756	(624)	2,075	4,953
每股盈餘 (NT\$)	(2.44)	(0.62)	0.67	0.36	1.00	1.13	1.77	2.22	(1.93)	6.13	14.53
獲利率 (%)											
營業毛利率	85.0	91.8	90.7	84.7	88.3	91.8	90.7	87.7	88.0	89.6	90.9
營業利益率	(81.7)	(32.0)	(49.8)	(8.0)	1.1	19.8	27.0	30.3	(37.5)	21.8	42.6
EBITDA Margin	(76.0)	(27.6)	(45.3)	(1.8)	6.4	23.9	30.6	33.8	(32.2)	25.8	45.8
稅前純益率	(85.6)	(16.1)	14.6	(13.0)	20.2	20.7	27.9	31.6	(19.3)	26.0	43.6
稅後純益率	(82.9)	(16.0)	15.2	7.0	20.0	16.7	22.5	25.5	(12.2)	21.6	35.0
季成長率 (%)											
營業收入	5.5	42.5	3.3	26.1	0.4	39.5	16.4	10.5			
營業毛利	1.7	53.8	2.0	17.8	4.6	45.0	15.0	6.9			
營業收益增長	25.2	(44.2)	60.8	(79.7)		2491.1	59.3	24.0			
EBITDA	27.6	(48.3)	69.6	(95.0)		419.4	49.0	22.1			
稅前純益	23.1	(73.3)		(212.5)		42.4	57.0	25.1			
稅後純益	389.0	(72.4)		(41.6)	185.0	16.6	56.5	25.4			
年成長率 (%)											
營業收入	252.6	29.4	61.1	95.7	86.3	82.4	105.5	80.1	77.2	88.2	47.1
營業毛利	475.9	99.8	92.4	88.0	93.5	82.4	105.5	86.5	117.2	91.6	49.1
營業收益	30.3	23.9	15.2	(77.2)					(5.7)		186.7
EBITDA	37.5	29.0	15.8	(94.4)					(8.6)		161.0
稅前純益	40.5	(26.1)		(65.2)			292.1		(46.4)		146.7
稅後純益	36.0	(26.2)					203.8	552.1	(54.6)		138.7

資料來源：公司資料，凱基

### 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>6,198</b>	<b>15,333</b>	<b>27,269</b>	<b>29,413</b>	<b>34,416</b>
<b>流動資產</b>	<b>4,927</b>	<b>13,375</b>	<b>22,896</b>	<b>24,574</b>	<b>28,944</b>
現金及短期投資	3,454	11,280	19,688	19,297	21,796
存貨	861	1,102	1,459	2,376	3,079
應收帳款及票據	466	799	1,312	2,463	3,633
其他流動資產	146	194	437	437	437
<b>非流動資產</b>	<b>1,272</b>	<b>1,958</b>	<b>4,373</b>	<b>4,839</b>	<b>5,472</b>
長期投資	66	84	188	188	188
固定資產	360	544	1,678	2,144	2,777
什項資產	846	1,330	2,507	2,507	2,507
<b>負債總額</b>	<b>1,948</b>	<b>3,191</b>	<b>3,321</b>	<b>3,390</b>	<b>3,440</b>
<b>流動負債</b>	<b>1,412</b>	<b>2,550</b>	<b>2,152</b>	<b>2,242</b>	<b>2,297</b>
應付帳款及票據	176	231	129	210	272
短期借款	32	1,006	33	42	35
什項負債	1,204	1,313	1,990	1,990	1,990
<b>長期負債</b>	<b>536</b>	<b>641</b>	<b>1,169</b>	<b>1,148</b>	<b>1,143</b>
長期借款	87	75	63	42	37
其他負債及準備	110	156	214	214	214
<b>股東權益總額</b>	<b>4,250</b>	<b>12,141</b>	<b>23,948</b>	<b>26,023</b>	<b>30,976</b>
普通股本	2,769	3,025	3,403	3,403	3,403
保留盈餘	(2,811)	(4,186)	(631)	1,444	6,397
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

### 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	17.8%	339.0%	77.2%	88.2%	47.1%
營業收益增長	64.5%	(28.1%)	(5.7%)		186.7%
EBITDA	68.4%	(30.6%)	(8.6%)		161.0%
稅後純益	44.3%	(51.1%)	(54.6%)		138.7%
每股盈餘成長率	34.4%	(55.2%)	(60.0%)		136.9%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	42.3%	71.8%	88.0%	89.6%	90.9%
營業利益率	(429.9%)	(70.4%)	(37.5%)	21.8%	42.6%
EBITDA Margin	(395.3%)	(62.5%)	(32.2%)	25.8%	45.8%
稅後純益率	(428.2%)	(47.7%)	(12.2%)	21.6%	35.0%
平均資產報酬率	(47.9%)	(12.8%)	(2.9%)	7.3%	15.5%
股東權益報酬率	(68.8%)	(16.8%)	(3.5%)	8.3%	17.4%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	2.8%	8.9%	0.4%	0.3%	0.2%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	(280.9)	(98.4)	(20.1)	55.5	280.0
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	2.2	1.1	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	(246.9)	(81.3)	(15.1)	10.3	163.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(58.6)	(1.5)	(8.8)	5.4	63.1
流動比率 (x)	3.5	5.2	10.6	11.0	12.6
速動比率 (x)	2.9	4.8	10.0	9.9	11.3
淨負債 (NT\$百萬)	(3,335)	(9,223)	(19,570)	(19,191)	(21,702)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	(10.80)	(4.84)	(1.93)	6.13	14.53
每股現金盈餘 (NT\$)	(9.46)	(5.30)	(2.19)	1.39	10.57
每股淨值 (NT\$)	15.35	40.14	70.38	76.48	91.03
調整後每股淨值 (NT\$)	16.34	42.72	74.26	76.92	90.86
每股營收 (NT\$)	2.52	10.14	15.83	28.41	41.46
EBITDA/Share (NT\$)	(9.98)	(6.33)	(5.10)	7.34	19.00
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.11	0.27	0.24	0.34	0.44
應收帳款周轉天數	259.1	101.2	93.8	93.8	93.8
存貨周轉天數	829.9	495.2	872.0	872.0	872.0
應付帳款周轉天數	169.9	103.8	77.0	77.0	77.0
現金轉換周轉天數	919.1	492.6	888.8	888.8	888.8

資料來源：公司資料，凱基

### 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>657</b>	<b>2,882</b>	<b>5,106</b>	<b>9,610</b>	<b>14,133</b>
營業成本	(379)	(812)	(611)	(997)	(1,289)
<b>營業毛利</b>	<b>278</b>	<b>2,070</b>	<b>4,495</b>	<b>8,613</b>	<b>12,844</b>
營業費用	(3,100)	(4,098)	(6,408)	(6,514)	(6,826)
<b>營業利益</b>	<b>(2,822)</b>	<b>(2,028)</b>	<b>(1,913)</b>	<b>2,099</b>	<b>6,019</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>29</b>	<b>89</b>	<b>606</b>	<b>372</b>	<b>200</b>
利息收入	5	40	585	370	200
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	25	49	21	1	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(18)</b>	<b>97</b>	<b>321</b>	<b>25</b>	<b>(62)</b>
利息費用	(10)	(19)	(47)	(46)	(22)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(8)	116	367	70	(40)
<b>稅前純益</b>	<b>(2,811)</b>	<b>(1,842)</b>	<b>(987)</b>	<b>2,495</b>	<b>6,157</b>
所得稅費用[利益]	-	467	363	(421)	(1,204)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>(2,811)</b>	<b>(1,375)</b>	<b>(624)</b>	<b>2,075</b>	<b>4,953</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(2,595)</b>	<b>(1,800)</b>	<b>(1,645)</b>	<b>2,482</b>	<b>6,479</b>
每股盈餘 (NT\$)	(10.80)	(4.84)	(1.93)	6.13	14.53

### 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(2,462)</b>	<b>(1,505)</b>	<b>(706)</b>	<b>470</b>	<b>3,603</b>
本期純益	(2,811)	(1,375)	(624)	2,075	4,953
折舊及攤提	227	228	269	383	460
本期運用資金變動	(483)	(519)	(972)	(1,987)	(1,810)
其他營業資產及負債變動	605	160	622	0	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(78)</b>	<b>(1,243)</b>	<b>(487)</b>	<b>(849)</b>	<b>(1,092)</b>
投資用短期投資出售[新購]	38	(989)	874	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(70)	(312)	(1,286)	(799)	(1,043)
其他資產變動	(45)	58	(75)	(50)	(50)
<b>自由現金流</b>	<b>(3,154)</b>	<b>(2,141)</b>	<b>(3,238)</b>	<b>(708)</b>	<b>2,399</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>2,809</b>	<b>9,579</b>	<b>10,454</b>	<b>(12)</b>	<b>(12)</b>
短期借款變動	(30)	974	(973)	-	-
長期借款變動	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)
現金增資	2,727	8,647	13,877	-	-
已支付普通股股息	-	-	-	-	-
其他融資現金流	206	(30)	280	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(15)</b>	<b>19</b>	<b>100</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>253</b>	<b>6,850</b>	<b>9,362</b>	<b>(391)</b>	<b>2,498</b>

### 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	472.2%	142.2%	125.5%	67.8%	48.3%
<b>= 營業利益率</b>	<b>(429.9%)</b>	<b>(70.4%)</b>	<b>(37.5%)</b>	<b>21.8%</b>	<b>42.6%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.2	0.3	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.0</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>
營業利益率	(429.9%)	(70.4%)	(37.5%)	21.8%	42.6%
x 資本周轉率	1.0	2.3	1.7	1.8	1.8
x (1 - 有效現金稅率)	100.0%	74.6%	63.2%	83.1%	80.4%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(436.4%)</b>	<b>(123.0%)</b>	<b>(40.4%)</b>	<b>32.0%</b>	<b>61.4%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 藥華藥 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-05-15	增加持股	448.0	353.0
2023-05-23	增加持股	419.0	354.5
2022-02-16	增加持股	341.0	272.5
2021-11-15	增加持股	169.0	118.5
2021-09-29	持有	101.0	98.4
2021-08-31	持有	101.0	88.5

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。